

Yen sotto pressione in attesa della Banca del Giappone

EUR – La BCE resterà ferma a dicembre avendo terminato il suo ciclo espansivo

Ci attendiamo che la BCE resti ferma a dicembre e anche nei prossimi mesi, rimanendo però vigile nel caso in cui lo scenario economico europeo dovesse deteriorarsi inaspettatamente. Si considererà ulteriormente la divergenza fra l'azione delle due banche centrali (BCE ferma e Fed in azione espansiva) e questo dovrebbe consentire all'euro di recuperare altro terreno nei confronti del dollaro, ma sempre nell'ottica di un apprezzamento comunque piuttosto limitato. Per tali ragioni, le previsioni 2026 per il cambio euro/dollaro indicano un range molto stretto di oscillazione: 1,17-1,19.

USD – La Fed è attesa tagliare i tassi ma il dollaro limiterà la sua debolezza

Il ritorno delle statistiche economiche dopo lo shutdown americano, seppur parziale, ha confermato la debolezza dei dati, risultati molto spesso inferiori alle attese, contribuendo all'aumento delle probabilità di un nuovo calo dei tassi di interesse di 25pb nella riunione Fed del 10 dicembre. Una prospettiva che il dollaro potrebbe aver già parzialmente scontato, consentendogli di limitare i futuri ribassi. Nonostante si vada ad ampliare, nel 2026, la divergenza fra una Fed accomodante e una BCE che ha ormai concluso il proprio ciclo espansivo, il deprezzamento del biglietto verde rispetto alla valuta unica sarà probabilmente contenuto.

GBP – La BoE è pronta a ridurre i tassi a dicembre senza penalizzare la valuta

Le attese di calo dei tassi inglesi si sono concentrate nell'imminente riunione del 18 dicembre e poi, a seguire, nei primi mesi del 2026, a conferma della cautela con cui vorrà procedere la Banca d'Inghilterra. I mercati sono stati rassicurati sulla tenuta dei conti pubblici e sui fondi con cui finanziare la manovra del Governo, col risultato di premiare i Gilt (i titoli di Stato inglesi) e la valuta stessa. Il quadro appare quindi rasserenato e compatibile con un calo del costo del denaro a fine anno che non penalizzi eccessivamente la sterlina.

JPY – Lo yen frena il ribasso in attesa del rialzo dei tassi giapponesi a dicembre

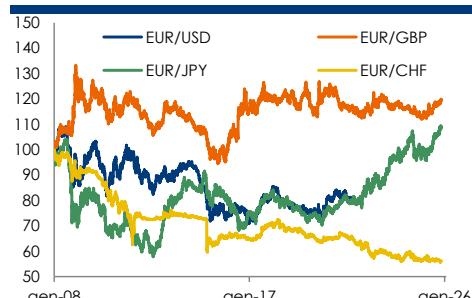
La Banca del Giappone (BoJ) è al centro delle attenzioni del mercato. I dati sul mercato del lavoro e sull'inflazione e le recenti parole del governatore Ueda (BoJ), possibilista circa un rialzo dei tassi di interesse, hanno rafforzato le aspettative degli investitori sul prossimo 19 dicembre (+25pb). Lo yen si è indebolito nelle ultime settimane contro le principali valute, e in particolare verso il dollaro statunitense, sfiorando la soglia di allarme di 160; per tornare a recuperare è necessario che la BoJ alzi rapidamente i tassi di interesse.

Previsioni tassi di cambio

Cambio	Valore	1M	3M	6M	12M	24M
Euro						
EUR/USD	1,1607	1,16	1,17	1,18	1,19	1,18
EUR/GBP	0,8797	0,89	0,91	0,92	0,92	0,91
EUR/JPY	181,01	180	179	177	175	171
Altre valute						
GBP/USD	1,3194	1,30	1,29	1,28	1,29	1,30
USD/JPY	155,95	155	153	150	147	145
EUR/CHF	0,9333	0,93	0,93	0,92	0,92	0,92

Fonte: previsioni Research Department Intesa Sanpaolo

Principali valute estere vs. euro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 02.12.2025 (salvo diversa indicazione).

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

3 dicembre 2025 - 09:30 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

**Ricerca per
investitori privati e PMI**

Mario Romani

Analista Finanziario

3 dicembre 2025 - 09:35 CET

Data e ora di circolazione

Titoli di Stato

Scadenza	Rendimento %
T-Note 10A	4,07
Bund 10A	2,75
Gilt 10A	4,47
JGB 10A	1,90

Fonte: Bloomberg

Cambi

EUR/USD	1,1607
USD/JPY	155,95
GBP/USD	1,3194
EUR/CHF	0,9333
EUR/SEK	10,96
EUR/NOK	11,78
EUR/DKK	7,4688
USD/CAD	1,3986
AUD/USD	0,6555
NZD/USD	0,5727
USD/ZAR	17,1354
EUR/JPY	181,01
EUR/GBP	0,8797
EUR/CAD	1,6233
EUR/AUD	1,7707
EUR/NZD	2,0266
EUR/ZAR	19,8882
EUR/ISK	148,61
EUR/HUF	380,86

Fonte: Bloomberg

EUR: la BCE resterà ferma avendo terminato il suo ciclo espansivo

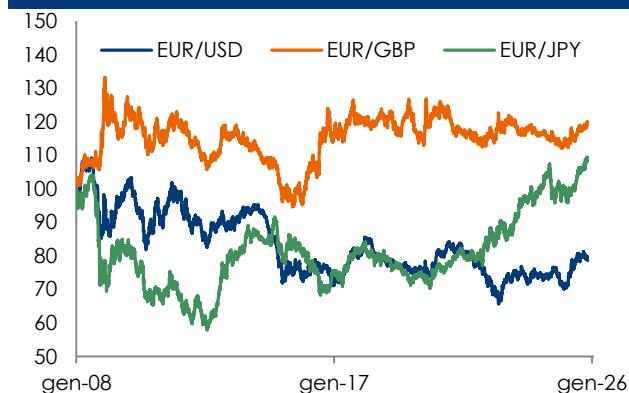
La riunione della BCE di dicembre vedrà il mantenimento dei tassi al 2% e il sostanziale consolidamento dell'euro. La BCE, al netto della ribadita forward guidance secondo cui le decisioni saranno prese riunione per riunione e dipenderanno dai dati, ha di fatto terminato il ciclo di ribasso dei tassi. Nella riunione di dicembre ci aspettiamo la conferma del costo del denaro al 2% senza particolari sorprese, visto che l'evoluzione dello scenario europeo appare decisamente in linea con le proiezioni elaborate dalla stessa BCE, confermando la buona trasmissione all'economia dei precedenti tagli dei tassi e la tenuta del sistema, in un contesto di minore incertezza derivante dall'impatto dei dazi statunitensi. Ci attendiamo che la BCE resti ferma anche nei prossimi mesi, restando però vigile nel caso in cui lo scenario economico dovesse deteriorarsi inaspettatamente. Si considererà ulteriormente la divergenza fra l'azione delle due banche centrali (BCE ferma e Fed in azione espansiva) e questo dovrebbe consentire all'euro di recuperare altro terreno nei confronti del dollaro, ma sempre nell'ottica di un apprezzamento comunque limitato.

EUR/USD: l'euro dovrebbe beneficiare della moderata frenata del biglietto verde, quando la Fed taglierà ancora il costo del denaro. Il recupero della valuta unica resta il nostro scenario centrale, seppur di dimensioni contenute, visto che il dollaro sembra aver già scontato il calo dei tassi Fed.

EUR/GBP: la sterlina continuerà a beneficiare del differenziale dei tassi fra Eurozona e Regno Unito, che almeno nel medio termine è destinato a restare a favore della valuta inglese limitandone la debolezza.

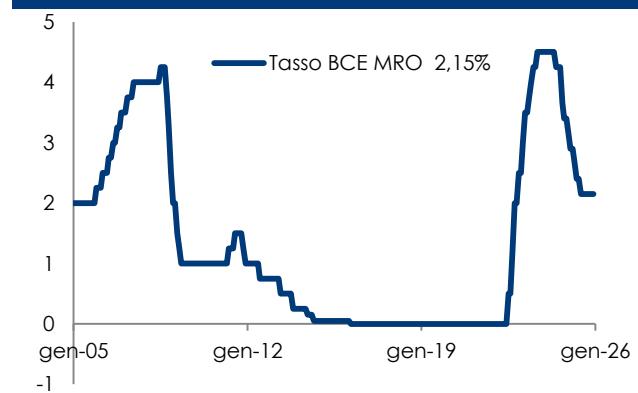
EUR/JPY: lo yen è atteso recuperare contro euro, ma questo scenario di medio termine è vincolato indissolubilmente alla ripresa del rialzo dei tassi da parte della Banca del Giappone.

Cambio EUR vs. USD, GBP e JPY (da gennaio 2008)



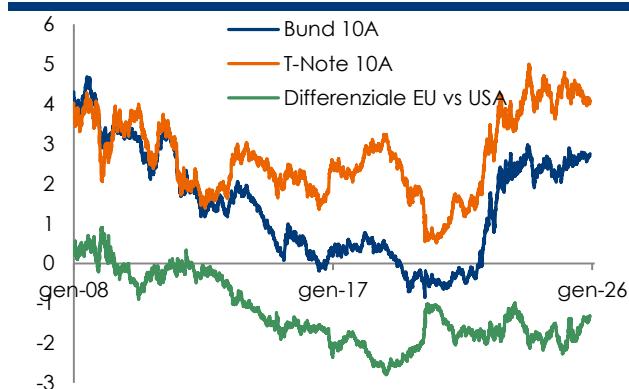
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso MRO della BCE



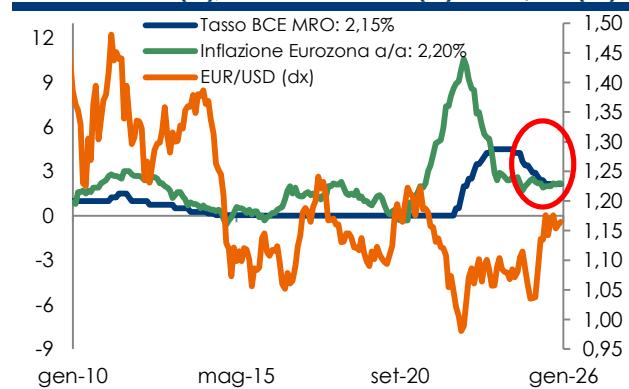
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tassi ufficiali BCE (sx), inflazione Eurozona (sx) ed EUR/USD (dx)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE ed Eurostat

USD: la Fed è attesa tagliare i tassi ma il dollaro limiterà la sua debolezza

Consolidano le attese di taglio dei tassi Fed il 10 dicembre ma il dollaro dovrebbe contenere i ribassi.

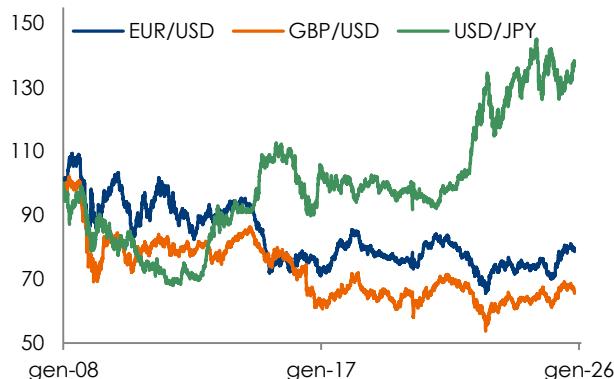
Dopo il taglio dei tassi effettuato lo scorso 29 ottobre abbiamo assistito all'incremento della volatilità rispetto alle future mosse della Fed. Le divisioni del Consiglio emerse dai verbali di ottobre e il prolungarsi dello shutdown, con lo sblocco delle attività federali avvenuto solo alla fine di novembre, hanno alimentato l'incertezza intorno alle scelte di Powell il prossimo 10 dicembre e, inizialmente, spinto al rialzo il biglietto verde. Solo nelle ultime giornate è emersa con chiarezza la prospettiva di un nuovo calo del costo del denaro negli Stati Uniti, certificato dalla rapida risalita delle aspettative di mercato che ora ipotizzano un taglio di 25pb con una probabilità del 90% (circa). Il ritorno delle statistiche economiche, seppur parziale, ha confermato la debolezza dei dati, risultati molto spesso inferiori alle attese, contribuendo all'aumento delle probabilità di una nuova espansione monetaria entro la fine dell'anno. Una prospettiva che il dollaro potrebbe aver già parzialmente scontato, consentendogli di limitare i futuri ribassi, come segnalato dal nostro profilo di previsione nei confronti della valuta unica.

EUR/USD: non cambia il nostro scenario sul dollaro, da cui ci aspettiamo solo un parziale indebolimento che porti a un consolidamento del cambio nell'intervallo 1,17-1,19, sia nel breve che nel medio-lungo periodo. Nonostante si vada ad ampliare, nel 2026, la divergenza fra una Fed accomodante e una BCE che ha ormai concluso il proprio ciclo espansivo, il deprezzamento del biglietto verde rispetto alla valuta unica sarà probabilmente contenuto.

GBP/USD: la sterlina attende la limitata frenata del dollaro per contenere la debolezza, in virtù anche di un differenziale tassi che, pur allineandosi, dovrebbe comunque sostenere la divisa inglese.

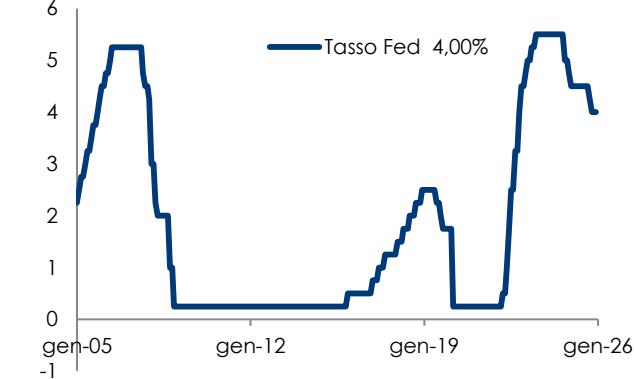
USD/JPY: anche lo yen attende di beneficiare della probabile, seppur contenuta, frenata del dollaro. Di nuovo, il maggior recupero resta legato alla ripresa dell'azione restrittiva della Banca del Giappone.

Cambio USD vs. EUR, GBP e JPY (da gennaio 2008)



Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale Fed "upper bound" (fed funds)



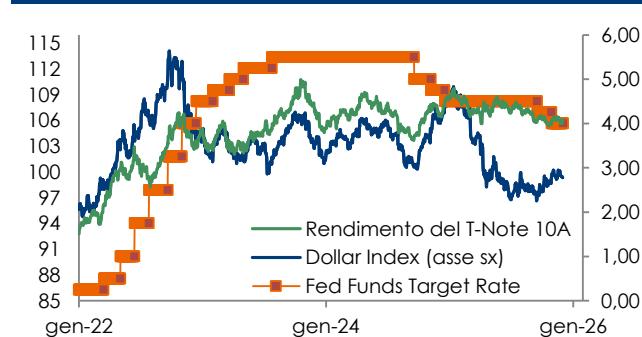
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed

Differenziale rendimento T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dollar Index (commerciale) da inizio 2022, tasso Fed e T-Note 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed e Dip. del Tesoro USA

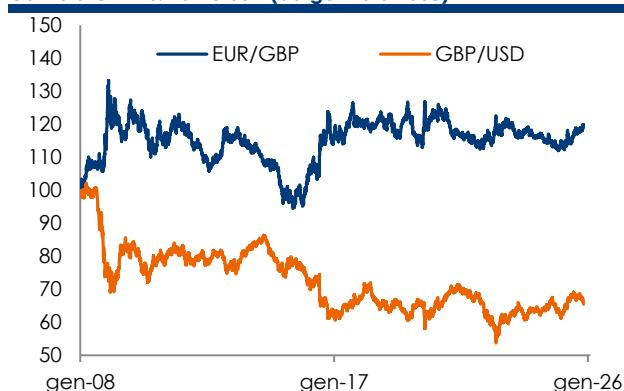
GBP: la BoE è pronta a ridurre i tassi ma senza penalizzare la valuta

La Banca d'Inghilterra potrebbe tagliare i tassi a dicembre ma la sterlina non dovrebbe venir penalizzata, specie dopo le rassicurazioni arrivate dal Budget d'autunno. Le attese di calo dei tassi inglesi si sono concentrate nell'imminente riunione del 18 dicembre e poi, a seguire, nei primi mesi del 2026, a conferma della cautela con cui vorrà procedere la Banca d'Inghilterra e col punto d'arrivo del bank rate che oscilla fra 3,50% e 3,25% (dall'attuale 4%), il prossimo anno. La decisione di confermare i tassi, nello scorso meeting di novembre, ha fatto emergere una forte spaccatura nel Board (4-5 il voto dei membri). Il Governatore Bailey, pur schierandosi coi cinque ad aver votato per la conferma del bank rate, ha chiarito di avere una posizione decisamente più accomodante, ritenendo che i rischi complessivi per l'inflazione a medio termine si siano ridotti, di fatto anticipando che a dicembre, in caso di parità, il suo voto andrebbe a favore del taglio. In aggiunta, la sterlina ha beneficiato della presentazione del Budget d'autunno da parte del Ministro delle Finanze, Rachel Reeves. I mercati sono stati rassicurati sulla tenuta dei conti pubblici e sui fondi per la manovra, col risultato di premiare i Gilt (i titoli di Stato inglesi) e la valuta stessa. Il quadro inglese appare quindi rasserenato e compatibile con un calo del costo del denaro a fine anno che non penalizzi eccessivamente la sterlina.

EUR/GBP: la spaccatura emersa in seno alla Banca d'Inghilterra nella scorsa riunione ha in realtà aperto le porte al calo dei tassi di dicembre. Una prospettiva che dovrebbe consentire alla sterlina di consolidare contro euro nel breve.

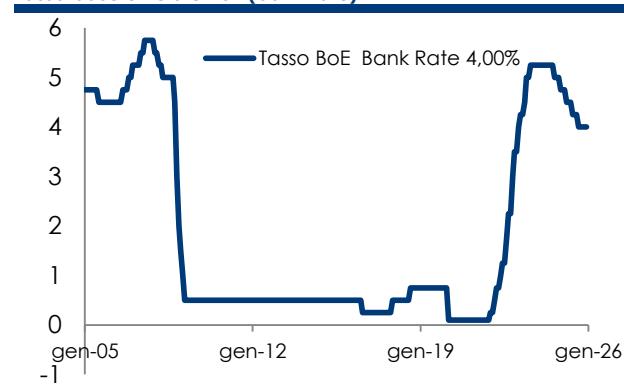
GBP/USD: l'indebolimento della divisa USA, pur se contenuto, dovrebbe proseguire di pari passo con l'espansione monetaria della Fed. Una prospettiva che consentirà comunque alla sterlina di limitare i ribassi contro dollaro, visto anche l'allineamento fra i tassi inglesi e quelli statunitensi.

Cambio GBP vs. EUR e USD (da gennaio 2008)



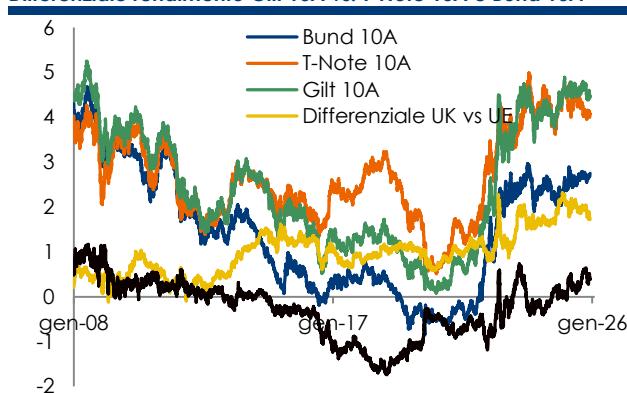
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoE (bank rate)



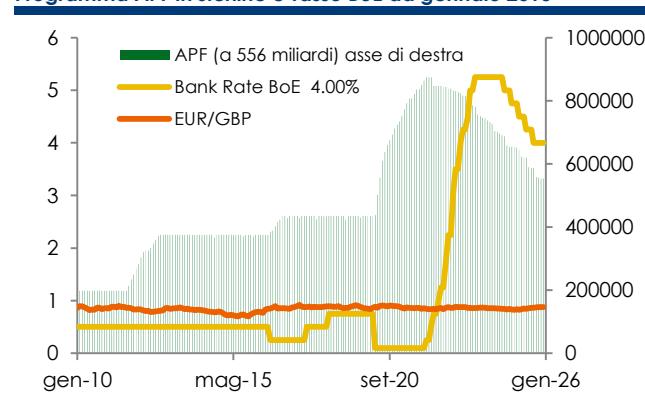
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

Differenziale rendimento Gilt 10A vs. T-Note 10A e Bund 10A



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Programma APF in sterline e Tasso BoE da gennaio 2010



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of England

JPY: lo yen frena il ribasso in attesa del rialzo dei tassi di dicembre

Si ampliano le aspettative di mercato che vedono un rialzo dei tassi giapponesi già nella riunione del 19 dicembre.

La Banca del Giappone è al centro delle attenzioni del mercato. I dati sul mercato del lavoro e sull'inflazione e le recenti parole del governatore Ueda (BoJ), possibilista circa un rialzo dei tassi di interesse, hanno rafforzato le aspettative degli investitori sul prossimo 19 dicembre (+25pb), in un contesto generale di forte debolezza della valuta. Scenario che diverge rispetto a quanto emerso dall'incontro fra la premier Takaichi e lo stesso Ueda, con la prima che aveva ribadito la necessità che la BoJ mantenesse accomodanti le condizioni di credito. I rendimenti dei titoli di stato giapponesi (JGB), non a caso, sono finiti sotto pressione proprio come conseguenza dei timori suscitati nel mercato dalle corpose coperture finanziarie indispensabili per sostenere il piano di stimolo del nuovo Governo, che si tradurranno in una maggior emissione di debito pubblico. Sul fronte strettamente valutario, il cambio USD/JPY si è allontanato da area 160, un livello che in passato aveva già costretto le autorità giapponesi ad intervenire a sostegno dello yen; intervento che ora, forse proprio come conseguenza delle parole di Ueda e delle diverse aspettative formulate dagli investitori, non è stato necessario.

EUR/JPY: prospettive immutate per lo yen, che è atteso rafforzarsi leggermente nel breve e recuperare maggiormente nel lungo periodo contro euro.

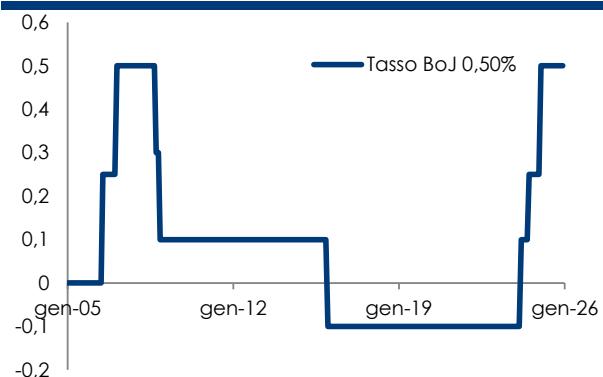
USD/JPY: lo yen si è indebolito nelle ultime settimane contro le principali valute, e in particolare verso il dollaro statunitense, sfiorando la soglia di allarme di 160. La valuta giapponese, per recuperare, necessita che la Banca del Giappone alzi velocemente i tassi di interesse.

Cambio JPY vs. EUR e USD (da gennaio 2008)



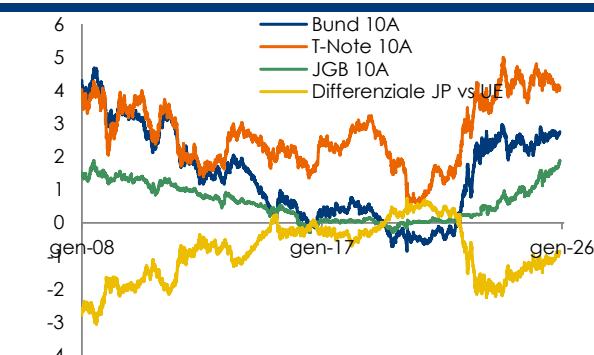
Nota: serie storiche dei cambi 01.01.2008 = 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tasso base ufficiale BoJ



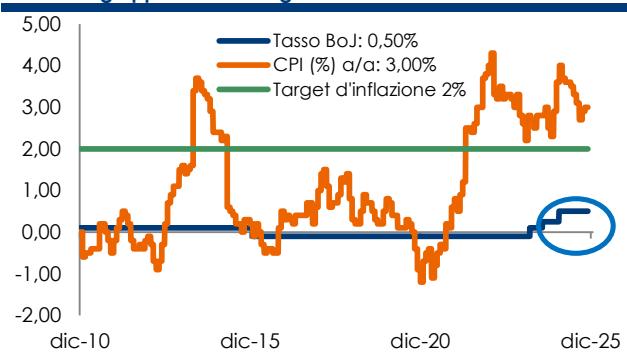
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bank of Japan

Differenziale rendimento JGB 10A vs. T-Note 10A e Bund 10°



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Inflazione giapponese vs. target 2% e tasso BoJ



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BoJ e Ministero delle Finanze

Glossario

Benchmark	Parametro di riferimento
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati)
Bridge loans	Prestiti a breve termine concessi in attesa che il prenditore ottenga un finanziamento alternativo (ad esempio un'emissione di obbligazioni)
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
Disoccupazione (tasso di)	Rapporto tra numero delle persone in cerca di occupazione e totale forza lavoro
Downgrade	Peggioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito
Euribor	Tasso interbancario lettera area euro
Euromercato	Mercato dei titoli emessi da non residenti in valuta diversa da quella dei paesi in cui avviene il collocamento (euroobbligazioni)
Global bond	Titolo obbligazionario emesso simultaneamente sull'Euromercato e sul mercato interno del paese nella cui valuta il titolo è denominato
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
Junk bond	Titoli obbligazionari high yield (speculativi) con rating BB o inferiore
Leverage	Debiti netti/mezzi propri
Moneta	Gli aggregati monetari dell'area dell'euro comprendono: M1 (circolante e depositi in c/c); M2 (M1+depositi con durata fino a 2 anni); M3 (M2+p/c+quote di fondi comuni monetari + obbligazioni con scadenza originaria fino a 2 anni)
Over The Counter (OTC)	Mercato non soggetto al controllo di un'apposita autorità che lo regolamenta
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Placement (private)	Collocamento (privato)
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese
Profit warning	Annuncio di revisione di stime al ribasso
Saldo partite correnti	Differenza fra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza fra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
Upgrade	Miglioramento delle stime oppure del giudizio oppure del merito di credito

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, LSEG).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, LSEG, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 06.11.2025.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale, potrà essere consegnato ai clienti interessati. Sarà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiquotezioni.intesasanpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo ([https://www.intesasanpaolo.com/it/business/mercati.html](http://www.intesasanpaolo.com/it/business/mercati.html)), oltre che dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet della Banca ([https://www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di

regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi